



Auszug aus dem Jahresgutachten 2009/10

Ausstieg der Notenbanken trotz unkonventioneller Politik vergleichsweise gut beherrschbar

(Ziffern 133 bis 150)

Sollte sich nur ein Teil der Mitgliedsländer für einen solchen Konsolidierungspakt entscheiden, könnten diese dafür das Verfahren der **Bestimmungen über eine verstärkte Zusammenarbeit** nach Artikel 43 ff. EU-Vertrag nutzen. Dazu sind mindestens acht Mitgliedsländer erforderlich. Mit dieser Option könnte politischer Druck auf die weniger stabilitätsorientierten Länder ausgeübt werden. Sie würden sich dem Risiko ausgesetzt sehen, von den Märkten als zweitklassig eingestuft zu werden, was mit nachteiligen Auswirkungen auf die Renditezuschläge verbunden wäre.

II. Ausstieg der Notenbanken aus unkonventioneller Politik technisch leicht realisierbar

133. Auf den ersten Blick könnte sich für die Notenbanken der Ausstieg aus einer sehr expansiven und mit teilweise ungewöhnlichen Maßnahmen operierenden Geldpolitik ähnlich schwierig darstellen wie der Rückzug der Fiskalpolitik aus einer hohen strukturellen Neuverschuldung. Bei genauerem Hinsehen wird jedoch schnell deutlich, dass die **Remanenzprobleme** im Bereich der Geld- und Finanzmärkte einfacher und schneller zu bewältigen sind als bei den öffentlichen Haushalten. Allerdings wird der „Exit“ der Geldpolitik umso schwieriger, je mehr und je länger eine Notenbank – wie im Fall der Bank of England – dazu übergeht, einen größeren Teil der öffentlichen Neuverschuldung durch den direkten Ankauf von Staatsanleihen zu finanzieren und je weniger die Finanzpolitik in der Lage ist, ihr strukturelles Defizit zu reduzieren.

1. Ungewöhnliche Situation rechtfertigt unkonventionelle Geldpolitik

134. Seit dem Beginn der Krise im Sommer 2007 und dann vor allem unter dem Einfluss der Insolvenz von Lehman Brothers haben viele Zentralbanken ihre Leitzinsen so massiv gesenkt, dass sie sich seither in die Nähe der Nullzins-Grenze bewegen. Die EZB hat den Satz für ihr Hauptrefinanzierungsgeschäft zwar nur auf 1,0 % reduziert, gleichzeitig aber über längere Laufzeiten soviel Liquidität zur Verfügung gestellt, dass die Zinsen für Tagesgeld seit Juli 2009 nur noch in einem Bereich zwischen rund 0,3 % und 0,4 % liegen.

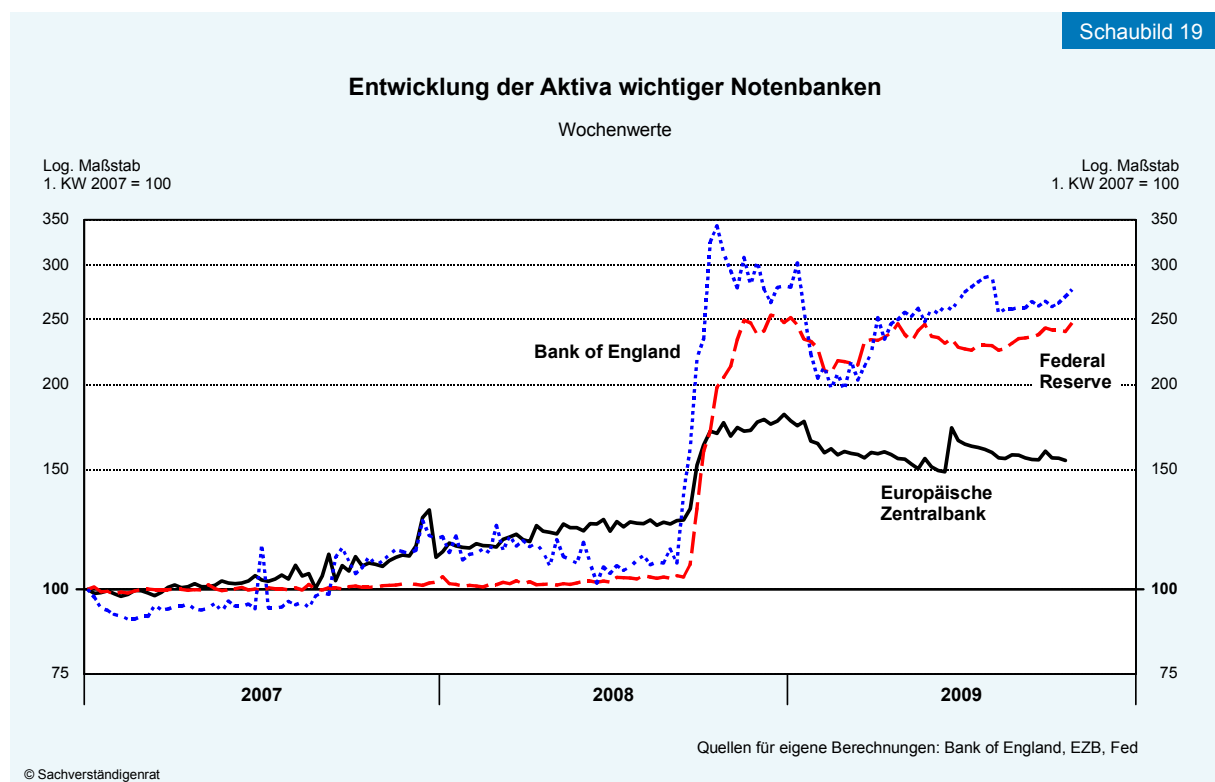
Trotz ihrer starken Dosierung sind diese Senkungen der Leitzinsen noch als ein traditionelles geldpolitisches Vorgehen anzusehen. Das große Ausmaß der Krise hat viele Notenbanken dazu veranlasst, darüber hinaus eine Reihe bisher unüblicher Maßnahmen zu ergreifen. Die „**unkonventionelle Geldpolitik**“ weist zwei unterschiedliche Ausprägungen auf:

- Mit dem „**Qualitative Easing**“ lassen sich Maßnahmen beschreiben, die bei einer unveränderten Bilanzsumme einer Notenbank zu einer veränderten Struktur ihrer Aktivseite führen (**Aktivtausch**). Die Strukturveränderung kann sich darauf beziehen, dass die Fristigkeit der gehaltenen Aktiva variiert wird. So hat die EZB die durchschnittliche Laufzeit ihrer Refinanzierungskredite erheblich erhöht und die maximale Laufzeit bis auf ein Jahr ausgeweitet. Das Qualitative Easing kann auch darin bestehen, dass eine Notenbank bereit ist, erstklassige Aktiva, zum Beispiel Staatsanleihen, gegen Titel mit einer schlechteren Bonität auszutauschen. Diese Entwicklung war vor allem bei der US-amerikanischen Notenbank zu beobachten. Schließlich kann eine Notenbank Refinanzierungskredite an Banken

durch Staatsanleihen substituieren, wie das von der Bank of England in besonders hohem Maße praktiziert wird.

- Das „**Quantitative Easing**“ lässt sich demgegenüber als eine **Verlängerung der Notenbankbilanz** beschreiben, bei der mehr Zentralbankgeld geschaffen wird, als von den Banken zur Deckung des Bargeldbedarfs und zur Erfüllung der Mindestreserve benötigt wird. Es entstehen dabei also Überschussreserven, die von den Banken als „Vorsichtskasse“ aufgrund verminderter Refinanzierungsmöglichkeiten am Interbankenmarkt gehalten werden. Bei deutlich steigender Geldbasis und einer weniger stark zunehmenden Geldmenge geht dabei der Geldschöpfungsmultiplikator zurück. Da eine solche Ausweitung der Aktivseite einer Notenbank in der Regel nicht proportional zur bestehenden Struktur ihrer Bilanz erfolgt, geht sie mit einem Qualitative Easing einher.

135. Das Nebeneinander einer **stark steigenden Bilanzsumme** mit einer deutlich geänderten Struktur der Aktivseite ist seit der Insolvenz von Lehman Brothers bei sehr vielen Notenbanken zu beobachten (Schaubild 19). So hat sich die Bilanzsumme der EZB gegenüber dem Niveau zu Beginn des Jahres 2007 um rund 55 vH ausgeweitet.



Deutlich stärker ist die Zunahme der Aktiva der Bank of England und des Federal Reserve System (Fed) ausgefallen, deren Bilanzsummen sich zuletzt um rund 180 vH beziehungsweise 150 vH über dem Vorkrisenniveau bewegten. Dies könnte zum einen verdeutlichen, dass die Störungen des Finanzsystems in diesen beiden Ländern nach wie vor erheblich gravierender sind als im Euro-Raum. Auf der anderen Seite könnte sich darin niederschlagen, dass die beiden Notenbanken hohe Bestände an Anleihen direkt aufgekauft haben, die zu einem Über-

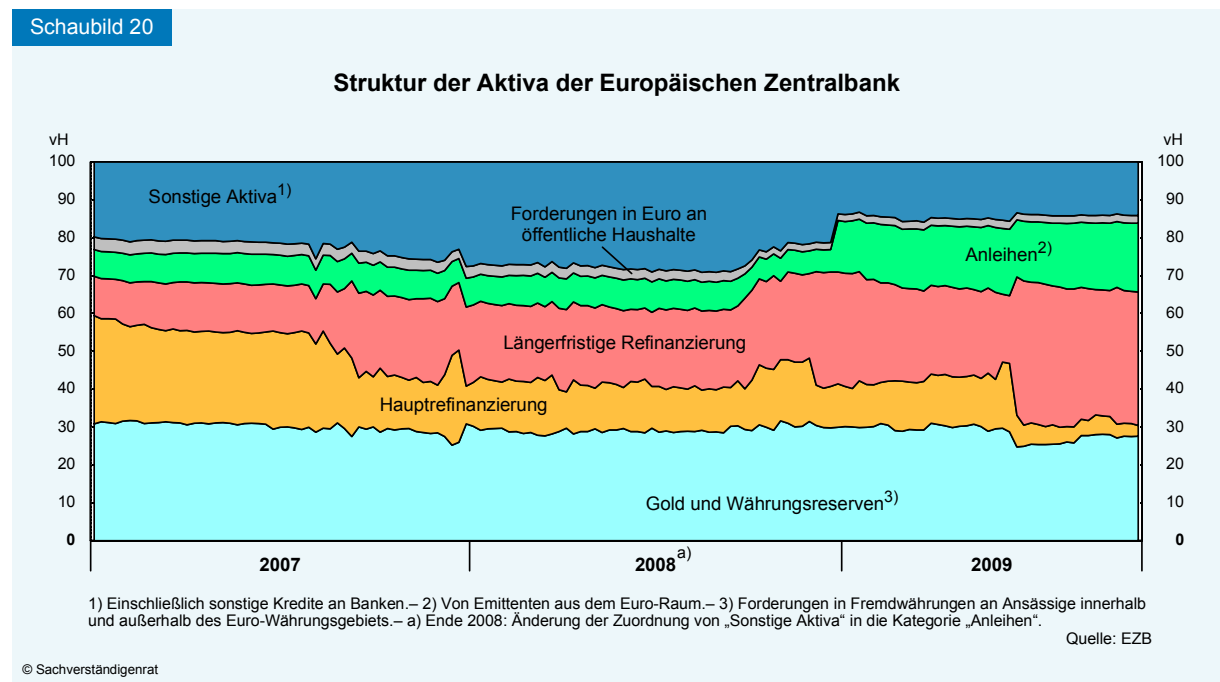
schuss an Zentralbankliquidität geführt haben, ohne dass dieser von den Banken benötigt wird.

Qualitative Easing: Massive Veränderungen der Bilanzstrukturen

136. Die massive Verlängerung der Notenbankbilanzen ging einher mit einer deutlichen Veränderung der **Strukturen** auf der Aktivseite wie der Passivseite.

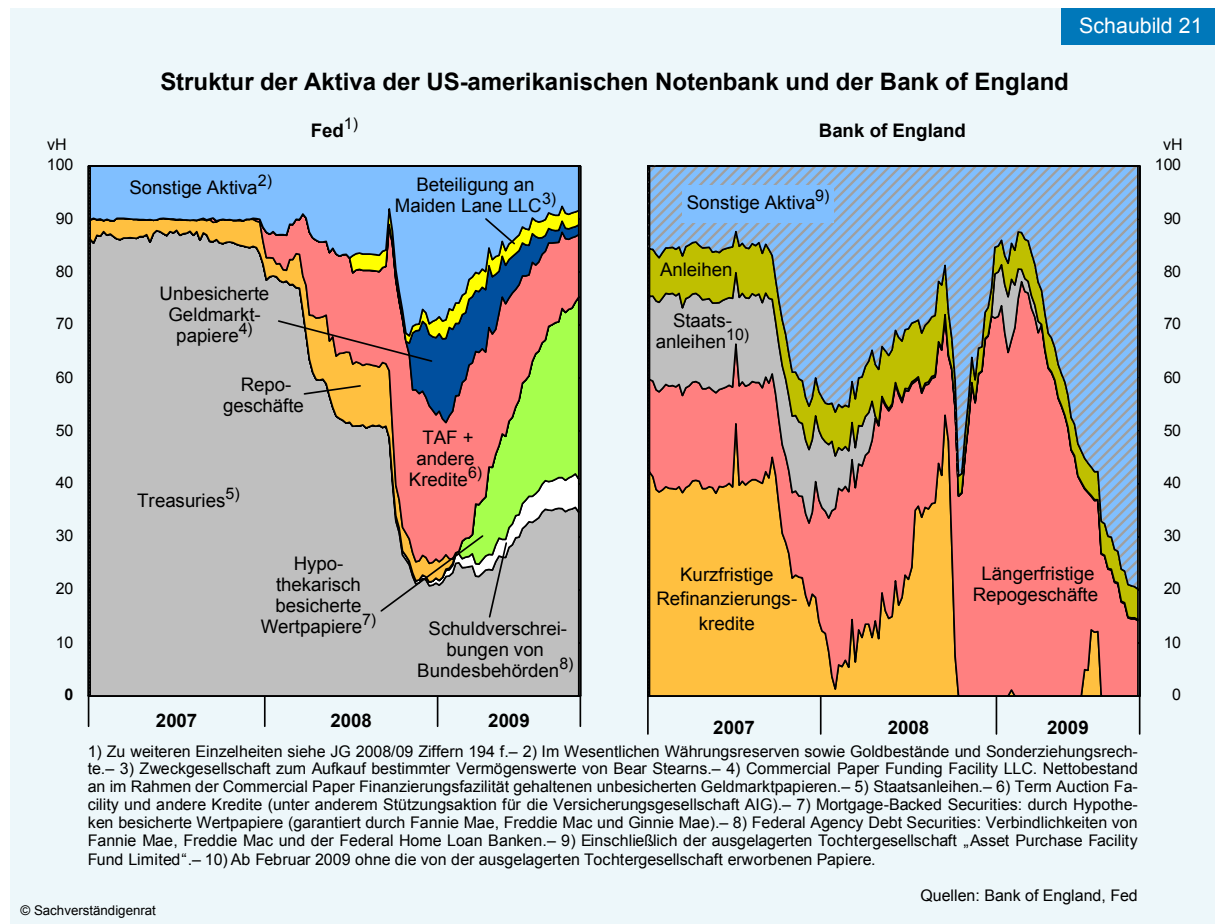
Bei der konsolidierten Bilanz des **Eurosystems** (EZB und am Eurosystem beteiligte nationale Notenbanken) besteht die auffälligste Veränderung in dem starken Rückgang der Bedeutung des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, über das Banken Refinanzierungskredite mit einer Laufzeit von einer Woche erhalten. Vor der Krise stellte es die wichtigste Quelle für Zentralbankgeld dar, zuletzt spielte es für die Refinanzierung kaum noch eine Rolle (Schaubild 20). Im Gegenzug wurde der Anteil der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte immer stärker ausgeweitet. Im Juni 2009 beschloss die EZB zudem den direkten Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (unter anderem Pfandbriefen) bis zu einem Volumen von 60 Mrd Euro. Bisher wurden von ihr jedoch lediglich Papiere im Umfang von 21,0 Mrd Euro erworben. Schon vor dieser Entscheidung war zu beobachten, dass Anleihen, die von Gläubigern aus dem Euro-Raum emittiert wurden, ein zunehmendes Gewicht in der EZB-Bilanz zukommt. Ihr Bestand belief sich zuletzt auf rund 325 Mrd Euro und entspricht gut einem Sechstel der Bilanzsumme. Diese Aktiva, die bis Ende 2008 überwiegend unter den sonstigen Aktiva verbucht wurden, werden vor allem von den nationalen Mitgliedsnotenbanken gehalten. Nimmt man einen Anteil der sonstigen Aktiva an der Bilanz von mehr als 10 vH hinzu, bestehen über rund ein Drittel der Bilanzsumme des Eurosystems keine näheren Informationen. Im Sinne der **Transparenz der Geldpolitik** wäre es wünschenswert, dass die EZB der Öffentlichkeit genauere Angaben über die Natur dieser Aktiva verfügbar macht.

Schaubild 20



Die operative Geldpolitik der **US-amerikanischen Notenbank** hatte sich schon vor der Krise vom Vorgehen der EZB unterschieden; seit August 2007 sind die Differenzen noch stärker ausgeprägt. Zu normalen Zeiten hatten bei der Fed Refinanzierungskredite an Banken – anders als bei der EZB – eine nur untergeordnete Rolle gespielt. Der größte Teil der Geldbasis wurde über Offenmarktgeschäfte mit einem definitiven Ankauf von Staatsanleihen bereitgestellt (Schaubild 21). Nach Ausbruch der Krise substituierte die Fed diese Aktiva zunächst gegen Refinanzierungskredite an Banken (Term Auction Credit) sowie gegen Commercial Papers, das heißt kurzfristige Schuldverschreibungen. Im weiteren Verlauf ging die US-amerikanische Notenbank dazu über, in hohem Umfang Hypothekenanleihen zu erwerben. Dabei handelt es sich ausschließlich um Aktiva, die von den staatlich gestützten Institutionen Fannie Mae, Freddie Mac und Ginnie Mae (Government National Mortgage Association) emittiert worden sind. Außerdem ist zuletzt der Anteil der Staatsanleihen im Portfolio der Fed wieder deutlich ausgeweitet worden. Insgesamt hat sich die US-amerikanische Notenbank damit in einem sehr hohen und bis zuletzt zunehmenden Maße direkt auf den Anleihemärkten engagiert.

Schaubild 21



Ein ähnliches Vorgehen ist bei der **Bank of England** zu beobachten. Hier waren vor der Krise – wie bei der EZB – kurzfristige Refinanzierungskredite die wichtigste Quelle für Zentralbankgeld. Diese Aktivposition hat mittlerweile nahezu völlig an Bedeutung verloren, da die längerfristige Refinanzierung deutlich ausgeweitet wurde. Besonders auffällig ist die in den letzten Monaten zu beobachtende Zunahme des Anteils der sonstigen Aktiva. Dahinter ver-

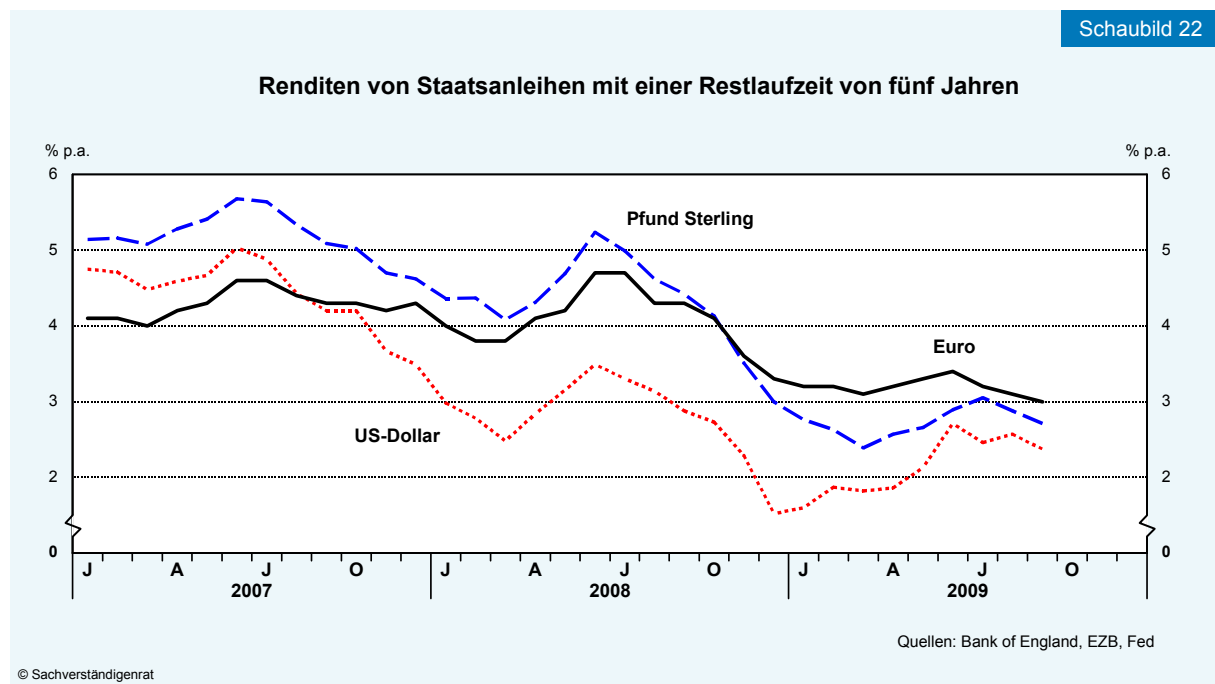
birgt sich das von der Bank of England explizit verfolgte Quantitative Easing, wobei von ihr nicht explizit zwischen Qualitative Easing und Quantitative Easing differenziert wird. Im Rahmen ihrer Asset Purchase Facility verfügt die Notenbank mittlerweile über die Möglichkeit, Anleihen im Umfang von bis zu 175 Mrd Pfund Sterling zu erwerben, davon bis zu 50 Mrd in der Form von Anleihen privater Emittenten. Bisher wurden jedoch fast ausschließlich Staatsanleihen in das Portfolio der Notenbank übernommen. Da die Bank of England diese Aktiva über eine Tochtergesellschaft (Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited) erwirbt, werden sie in der Notenbank als „Sonstige Aktiva“ ausgewiesen. Das ungewöhnlich hohe Ausmaß der Lockerungsmaßnahmen im Fall des Vereinigten Königreichs wird daran deutlich, dass das Volumen der seit März 2009 angekauften Staatsanleihen mehr als 10 vH gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukts entspricht, sodass in dieser Phase gleichsam die gesamte Neuverschuldung der öffentlichen Hand durch die Notenbank finanziert wurde.

137. Allen Formen des Qualitative Easing ist gemeinsam, dass sie darauf abzielen, die Wirkungskraft der Geldpolitik über die reinen Effekte von Leitzinssenkungen hinaus zu verstärken. Unter den speziellen Verhältnissen der Finanz- und Wirtschaftskrise lässt sich ein solches unkonventionelles Vorgehen durchaus rechtfertigen:

- Da durch die **Finanzkrise** die traditionellen Interbanken-Kreditbeziehungen erheblich beeinträchtigt worden waren, sahen sich die Notenbanken in der Pflicht, einen Teil dieser Refinanzierung zu übernehmen. Die Liquiditätspolitik diente in dieser Phase also nicht nur der Umsetzung der geldpolitischen Linie, sondern zugleich auch der Stabilisierung des Finanzsystems.
- Aufgrund der **Nullzins-Grenze** gibt es für die herkömmliche Politik der Leitzins-Senkungen in den Vereinigten Staaten wie auch im Vereinigten Königreich keinen weiteren Handlungsspielraum. Der nach der ursprünglichen Taylor-Regel berechnete Nominalzins (JG 2004 Ziffer 145) müsste im Jahr 2009 im Euro-Raum bei rund minus 1 % liegen, in den Vereinigten Staaten sogar bei rund minus 3 %. Es ist daher nahe liegend, zusätzliche geldpolitische Instrumente zum Einsatz zu bringen.
- Durch die Verluste aus dem Wertpapier- und Kreditgeschäft reduziert sich das Eigenkapital der Banken und – wegen der bankaufsichtsrechtlichen Verpflichtungen, für Kredite Eigenmittel vorzuhalten – damit auch ihre Fähigkeit, zusätzliche Kredite zu vergeben. Diese Beeinträchtigung des traditionellen **Bank-Transmissionskanals** monetärer Impulse rechtfertigt direkte Kreditbeziehungen zwischen der Notenbank auf der einen und staatlichen oder privaten Kreditnehmern auf der anderen Seite, die unter normalen Verhältnissen strikt abzulehnen sind. Die von der EZB vorgenommene Verlängerung der Laufzeiten von Refinanzierungsgeschäften ermöglicht es den Banken, insbesondere ihre Fristentransformation auszuweiten.
- Bei im historischen Vergleich relativ niedrigen langfristigen Zinsen besteht die Gefahr, dass die den Banken bereitgestellte zusätzliche Liquidität nicht zu einem Rückgang der Anleiherenditen führt. Wie vom theoretischen Modell der **Liquiditätsfalle** beschrieben, ist

in einer solchen Situation das Risiko hoch, dass es zu einem Anstieg der Renditen und damit einem Rückgang der Kurse kommt. Solche Erwartungen können dazu führen, dass Investoren keine zusätzlichen Anleihen erwerben, obwohl sie über eine hohe Liquidität verfügen. Indem Notenbanken direkt als Erwerber von Staatsanleihen aktiv werden, bewirken sie tendenziell einen Rückgang der Anleiherenditen.

138. Insgesamt ist es in den letzten zwölf Monaten trotz einer ungewöhnlich hohen Neuverschuldung der öffentlichen Hand in allen drei Währungsräumen zu einem deutlichen **Rückgang der Anleiherenditen** gekommen (Schaubild 22). Doch während die Rendite von Euro-Anleihen vor der Krise am niedrigsten war, bewegt sie sich – trotz überdurchschnittlich hoher öffentlicher Defizite der Vereinigten Staaten wie des Vereinigten Königreichs – mittlerweile über dem Niveau der Verzinsung von Pfund Sterling- und US-Dollar-Anleihen. Dies könnte als ein Indiz für eine erfolgreiche Lockerungspolitik der Bank of England wie der US-amerikanischen Notenbank angesehen werden.



Quantitative Easing: Kann man über die Sättigungsmenge hinausgehen?

139. Der Prozess des Quantitative Easing geht einher mit einer deutlichen Ausweitung der Notenbankbilanzen, die man mit dem Begriff des Quantitative Easing belegen kann. Da eine Zunahme der Aktivseite eine entsprechende Veränderung der Passivseite erfordert, ist das Quantitative Easing identisch mit einem Anstieg der Geldbasis.

Grundsätzlich wird die Nachfrage der Banken nach Geldbasis von ihrer Kreditvergabe bestimmt, aus der sich entweder ein Bargeldabfluss ergibt oder ein höheres Mindestreserve-Soll, das aus den gestiegenen Bankeinlagen resultiert. Die **Theorie des Geldangebots** zeigt, dass die Nachfrage der Banken nach Geldbasis wesentlich vom Refinanzierungszins bestimmt wird, zu dem sich die Banken die Geldbasis bei der Notenbank beschaffen können. Die maximale Nachfrage nach Geldbasis besteht bei einem Refinanzierungszins von Null, das heißt,

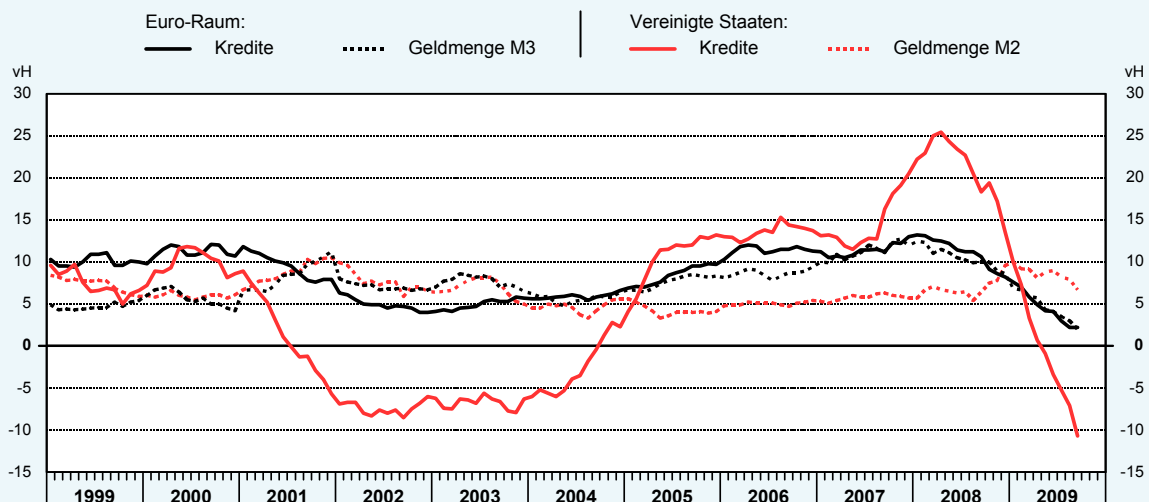
sie entspricht gleichsam der Sättigungsmenge. Dem Versuch einer Notenbank, die Geldbasis bei einem Refinanzierungszins von Null oder nahe Null zusätzlich auszuweiten, sind daher normalerweise enge Grenzen gesetzt. Bei einem unveränderten Kreditangebot der Banken schlägt sich die von der Notenbank angestrebte Ausweitung ihrer Bilanzsumme in steigenden **Überschussreserven** der Banken nieder. So lange die Banken über ausstehende Refinanzierungskredite bei der Notenbank verfügen, werden sie unter normalen Verhältnissen bestrebt sein, die unverzinslichen oder im Vergleich zu den Refinanzierungskosten allenfalls relativ niedrig verzinslichen Überschussreserven zur Tilgung ihrer verzinslichen Refinanzierungskredite heranzuziehen. Es kommt somit zu einer gleichsam automatischen Sterilisation der von der Notenbank zusätzlich bereitgestellten Liquidität.

Wenn es Notenbanken in den letzten zwölf Monaten gleichwohl gelungen ist, ihre Bilanzsummen in erheblichem Umfang auszuweiten, so ist das zum einen darauf zurückzuführen, dass die Banken nach dem temporären Zusammenbruch des Interbanken-Kreditmarkts bestrebt waren, eine hohe **Vorsichtskasse** zu halten, für die es unter normalen Verhältnissen keine Notwendigkeit geben würde. Das Quantitative Easing ist für sich genommen somit weniger als eine Maßnahme zur Stimulierung des Kreditangebots anzusehen als vielmehr ein Beitrag der Notenbank zur Stabilisierung des Bankensystems. Zum anderen ist die Zunahme der Geldbasis damit zu erklären, dass das Quantitative Easing sehr starke Elemente des **Qualitative Easing** enthielt, bei dem die Refinanzierungskredite der Banken massiv zurückgeführt worden sind. Die durch den Ankauf von Staatsanleihen geschaffene zusätzliche Liquidität kann dann – wie zum Beispiel im Fall der Bank of England – von den Banken nicht mehr zum Abbau von Refinanzierungskrediten eingesetzt werden. Bei einer zunehmend gedämpfteren Kreditvergabe an den privaten Sektor (Schaubild 23) und damit auch einer sehr verhalte-

Schaubild 23

Entwicklung der Bankkredite an den nichtfinanziellen Sektor sowie der Geldmenge im Euro-Raum und in den Vereinigten Staaten

Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

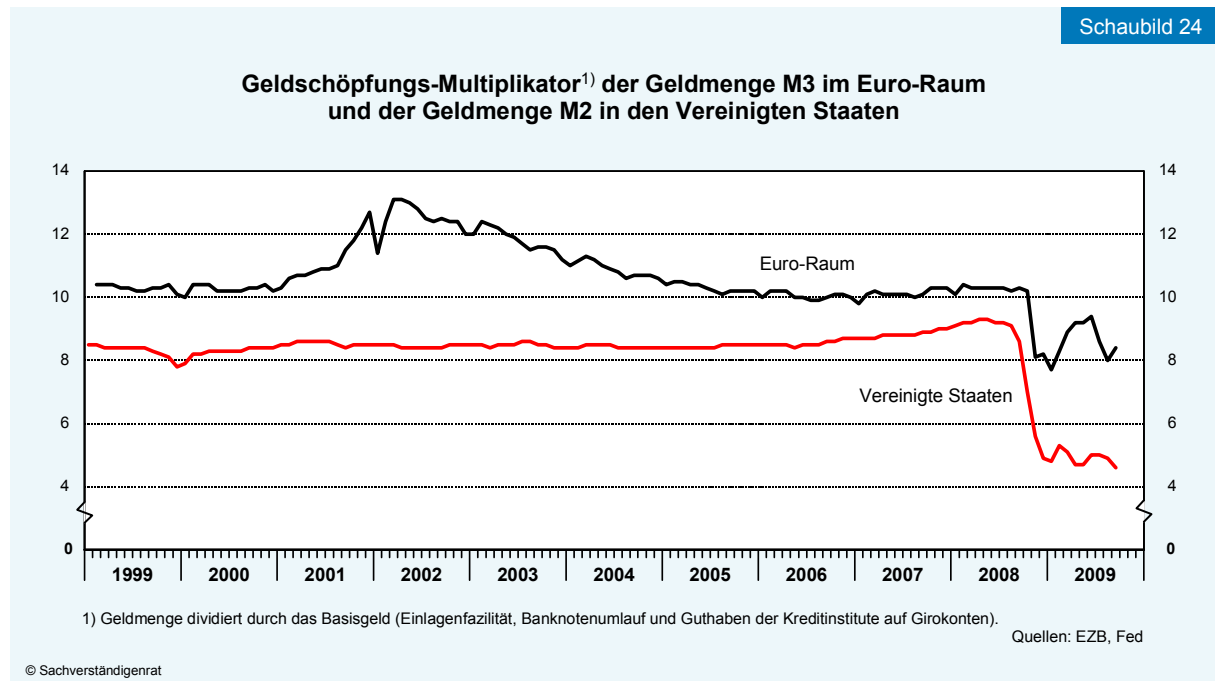


Quelle: EZB, Fed

© Sachverständigenrat

nen Entwicklung der weiten Geldmengenaggregate hat das Quantitative Easing somit dazu geführt, dass in den Bankensystemen ein ungewöhnlich hohes Volumen an **Überschussreserven** geschaffen wurde.

Damit ist im Euro-Raum der **Geldschöpfungs-Multiplikator** für die breit abgegrenzte Geldmenge M3 zeitweise deutlich zurückgegangen (Schaubild 24). Noch ausgeprägter zeigt sich diese Entwicklung für die Vereinigten Staaten; hier können nur Werte für den Multiplikator der Geldmenge M2 ausgewiesen werden, da die US-amerikanische Notenbank seit einigen Jahren den statistischen Ausweis der Geldmenge M3 eingestellt hat.



2. Risiken für die Geldwertstabilität sind beherrschbar

140. Da die starke Ausweitung der Notenbankbilanzen und auch die damit einhergehenden qualitativen Veränderungen primär darauf ausgerichtet sind, ein massiv gestörtes Finanzsystem zu stabilisieren, ist nicht damit zu rechnen, dass von ihnen derzeit inflationäre Impulse ausgehen. Dies gilt auch für die im historischen Vergleich sehr niedrigen Leitzinsen. Wenn heute immer wieder die Befürchtung geäußert wird, die niedrigen Notenbanken-Zinsen könnten ähnlich wie im Jahr 2004 zu einer erneuten Blase auf den Finanzmärkten führen, sollte man sich der Tatsache bewusst sein, dass sich das makroökonomische Umfeld derzeit fundamental von der damaligen Situation unterscheidet. Dies lässt sich anhand einer einfachen **Taylor-Regel** verdeutlichen, die als Daumenregel einen geldpolitisch angemessenen Zins aus einem neutralen Realzins und einem Zu- oder Abschlag für eine zinspolitische Reaktion auf Nachfrage- und Angebotsschocks berechnet (JG 2004 Ziffern 145 ff.). In der wirtschaftlich gefestigten Situation des Jahres 2004 erwiesen sich die sehr niedrigen Nominalzinsen in den Vereinigten Staaten wie im Euro-Raum eindeutig als zu gering. Ausweislich der einfachen Taylor-Regel hätte der Leitzins in den Vereinigten Staaten rund $3\frac{1}{2}$ Prozentpunkte höher liegen müssen, im Euro-Raum betrug die Abweichung vom Taylor-Zins rund $1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte. Im Jahr 2009 sind die kurzfristigen Zinsen demgegenüber in beiden Währungsräumen noch

höher als der Normwert der einfachen Taylor-Regel. Allerdings ist zu beachten, dass die Berechnung dieser Größe insbesondere aufgrund der derzeit besonders ausgeprägten Schwierigkeiten bei der Schätzung des Produktionspotenzials (Ziffern 73 ff.) mit erheblicher Unsicherheit behaftet ist.

Gleichwohl müssen die Notenbanken sehr genau darauf achten, dass sich bei wieder anziehender Konjunktur aus der sehr reichlich verfügbaren Liquidität und den sehr günstigen Refinanzierungskosten keine Risiken für die Geldwertstabilität wie auch die Stabilität des Finanzsystems ergeben. Dies setzt voraus, dass es den Notenbanken technisch möglich ist, die geldpolitischen Zügel wieder zu straffen, und dass sie zugleich über die notwendige Unabhängigkeit gegenüber der allgemeinen Wirtschaftspolitik verfügen.

Überschussliquidität könnte schnell wieder eingesammelt werden

141. Wenn eine Notenbank aufkeimenden inflationären Tendenzen entgegenwirken will, muss sie in der Lage sein, zumindest die kurzfristigen Zinsen am Geldmarkt perfekt zu steuern. Dazu benötigt sie Instrumente, mit denen überschüssige Liquidität des Bankensystems jederzeit vollständig absorbiert werden kann. Hierfür eignet sich insbesondere das Instrument der **Einlagenfazilität**. Die EZB bietet dabei Banken die Möglichkeit, überschüssige Liquidität mit täglicher Fälligkeit verzinslich bei ihr anzulegen. Mit einer solchen verzinslichen Anlagemöglichkeit für Tagesgeld wird eine wirksame Untergrenze für die kurzfristigen Geldmarktsätze etabliert, da keine Bank am Geldmarkt Liquidität zu einem niedrigeren Satz anbieten wird. Auch die US-amerikanische Notenbank verfügt über ein entsprechendes Instrument, da ihr der US-amerikanische Kongress im Herbst 2008 die Möglichkeit eingeräumt hat, Zinsen auf Einlagen zu zahlen.

Zudem ist es für Notenbanken jederzeit möglich, temporär Wertpapiere aus ihrem Bestand an Banken zu verkaufen und dabei zugleich eine Rückkaufsverpflichtung zu vereinbaren (Reverse Repurchase Agreements). Auf diese Weise kann auch für längere Fristen im Prinzip in unbegrenztem Umfang Liquidität aus dem Markt genommen werden und damit zugleich ein aus makroökonomischer Sicht angemessenes Zinsniveau am Geldmarkt etabliert werden.

Es kann bei solchen **liquiditätsabsorbierenden Maßnahmen** nicht ausgeschlossen werden, dass eine Notenbank temporär Einlagenzinsen oder Zinsen für Repogeschäfte bezahlen muss, die höher sind als die Zinserträge der von ihr bereitgestellten Refinanzierungskredite. Da jedoch aus dem Notenemissions-Monopol in der Regel ein Gewinn erzielt wird, sollte dies kein unüberwindliches Hindernis darstellen.

Allerdings sollte der Ausstieg aus der reichlichen Liquiditätsversorgung nicht abrupt, sondern sehr allmählich vollzogen werden. Mit der Stabilisierung der Refinanzierung der Banken dürfte die Liquiditätspolitik wieder voll in den Dienst der Geldpolitik gestellt werden. Die EZB wird somit zunächst die **Laufzeiten der Refinanzierungsgeschäfte verkürzen** und von einer unbegrenzten Zuteilung auf eine begrenzte Zuteilung zurückkehren, wodurch es zu einem graduellen Anstieg des Tagesgeldsatzes an den Leitzinssatz von 1,0 % kommen wird.

Ein weiteres Anziehen der geldpolitischen Zügel würde dann wieder über reguläre Leitzinsanpassungen erfolgen.

Wenn es zusätzlich zur Anhebung der Geldmarktsätze erforderlich sein sollte, die **längerfristigen Zinsen** anzuheben, sind die Notenbanken hierfür sogar besser als in früheren Aufschwungphasen gewappnet, da sie über ein umfangreiches Anleihen-Portfolio verfügen. Durch den Verkauf längerfristiger Wertpapiere können die Notenbanken deren Kurse nach unten treiben und somit auf direktem Wege die langfristigen Zinsen nach oben steuern.

Trotz der unkonventionellen Maßnahmen, die seit Beginn der Krise ergriffen wurden, verfügen somit die US-amerikanische Notenbank ebenso wie die EZB und die Bank of England über die notwendigen **technischen Voraussetzungen**, um bei Bedarf sehr schnell die kurzfristigen wie auch die längerfristigen Zinsen anheben zu können.

Hohe Unabhängigkeit der Notenbanken als Schutzschild

142. Es stellt sich dabei jedoch die Frage, ob die Notenbanken dann tatsächlich die Bereitschaft für eine solche Politik aufweisen würden. Bei einer weltweit stark gestiegenen Staatsverschuldung könnte es durchaus im Interesse der allgemeinen Wirtschaftspolitik liegen, die **hohen Schuldenstandsquoten** durch eine inflationäre Geldpolitik rasch zu reduzieren.

Bei der **Europäischen Zentralbank** erscheint dies wenig wahrscheinlich. Sie ist durch den EG-Vertrag mit einem sehr hohen Maß an Unabhängigkeit ausgestattet worden. Grundsätzlich darf die allgemeine Wirtschaftspolitik der EZB keinerlei Vorgaben über die Zinspolitik machen (Instrumenten-Unabhängigkeit). Die Mitglieder des EZB-Direktoriums werden für eine Amtszeit von acht Jahren berufen, und es besteht keine Verlängerungsmöglichkeit (persönliche Unabhängigkeit). Die ebenfalls im EZB-Rat, dem geldpolitischen Entscheidungsgremium des Eurosystems, vertretenen nationalen Notenbank-Präsidenten müssen für mindestens fünf Jahre ernannt werden. Diese institutionellen Vorkehrungen sind eine wichtige Voraussetzung für eine von der allgemeinen Politik unabhängige geldpolitische Ausrichtung der europäischen Geldpolitik. Anders als bei einer nationalen Notenbankverfassung sind diese rechtlichen Absicherungen der geldpolitischen Unabhängigkeit durch den EG-Vertrag juristisch sehr gut verankert. Sie könnten nur durch eine in allen Mitgliedsländern zustimmungspflichtige Vertrags-Ratifikation geändert werden.

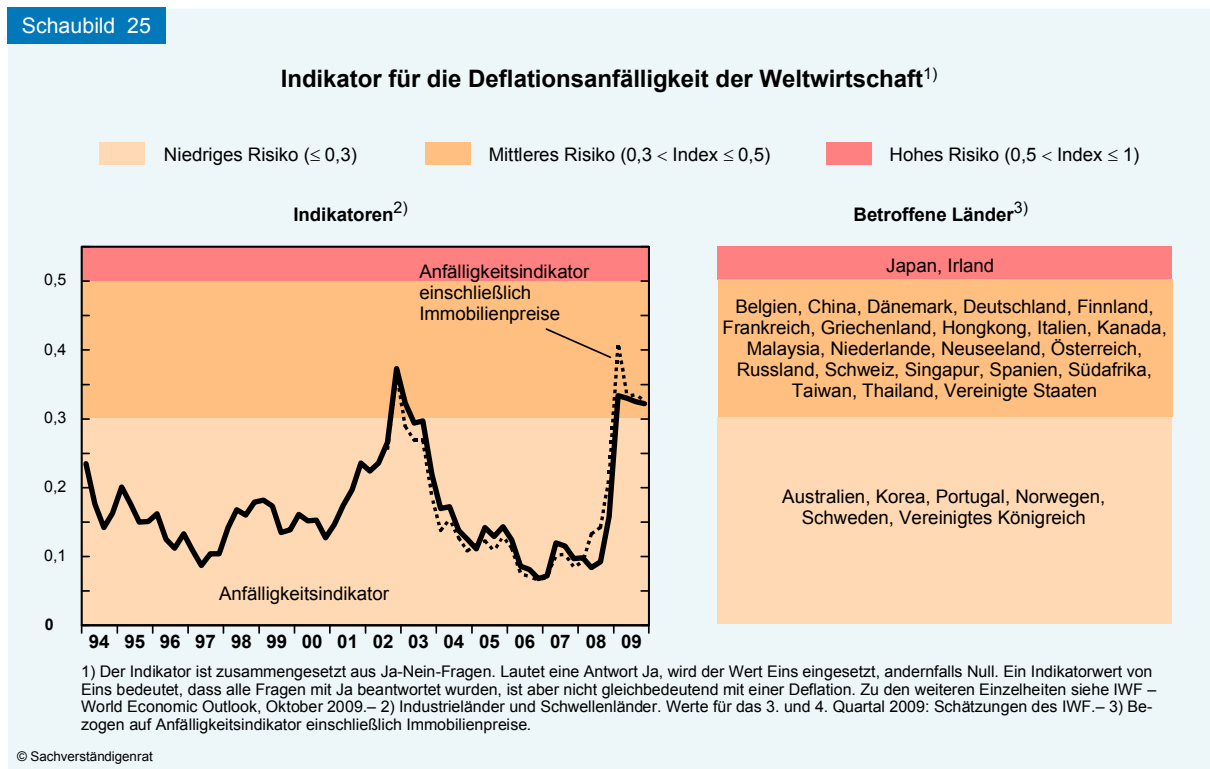
Die Verfassung der **US-amerikanischen Notenbank** zeichnet sich ebenfalls durch ein hohes Maß an Unabhängigkeit ihrer Entscheidungsträger aus. Die Amtszeit der sieben Mitglieder ihres Leitungsgremiums (Board of Governors) beträgt 14 Jahre, eine Wiederberufung ist ausgeschlossen. Sein Präsident wird aus der Reihe seiner Mitglieder vom US-amerikanischen Präsidenten für eine Amtszeit von vier Jahren berufen. Die Amtszeit des gerade wieder ernannten amtierenden Notenbank-Präsidenten endet am 31. Januar 2014, seine Mitgliedschaft im Board läuft jedoch noch bis zum 31. Januar 2020. Die neben den Mitgliedern des Board im geldpolitischen Entscheidungsgremium (Federal Open Market Committee) vertretenen fünf Präsidenten der regionalen Federal Reserve Banks werden für fünf Jahre ernannt. Insgesamt gesehen sind die Bestimmungen des Federal Reserve Act so angelegt, dass sie einen sehr

langfristigen Entscheidungshorizont und ein hohes Maß an geldpolitischer Unabhängigkeit gewährleisten. Problematisch ist hier allenfalls die relativ kurze Amtszeit des Präsidenten.

Deflationsrisiken durch steigende Arbeitslosenquoten?

143. Bei den Gefährdungen für die Geldwertstabilität wird in der aktuellen Diskussion nicht nur ein Aufwärtsrisiko, sondern auch die Möglichkeit einer deflationären Entwicklung gesehen. Hierzu könnte es vor allem durch den Verfall von Immobilienpreisen kommen sowie durch einen Druck auf die Löhne aufgrund des deutlichen Anstiegs der Arbeitslosigkeit, der noch bis zum nächsten Jahr in vielen Ländern zu erwarten ist. Ein vom IWF erstellter **Indikator für die Anfälligkeit für eine Deflation** (Kumar et al., 2003; Decressin und Laxton, 2009) zeigt, dass hierfür eine moderate, im Zeitvergleich allerdings erhöhte Wahrscheinlichkeit besteht. Ein hohes Deflationsrisiko wird lediglich für Irland und Japan diagnostiziert (Schaubild 25).

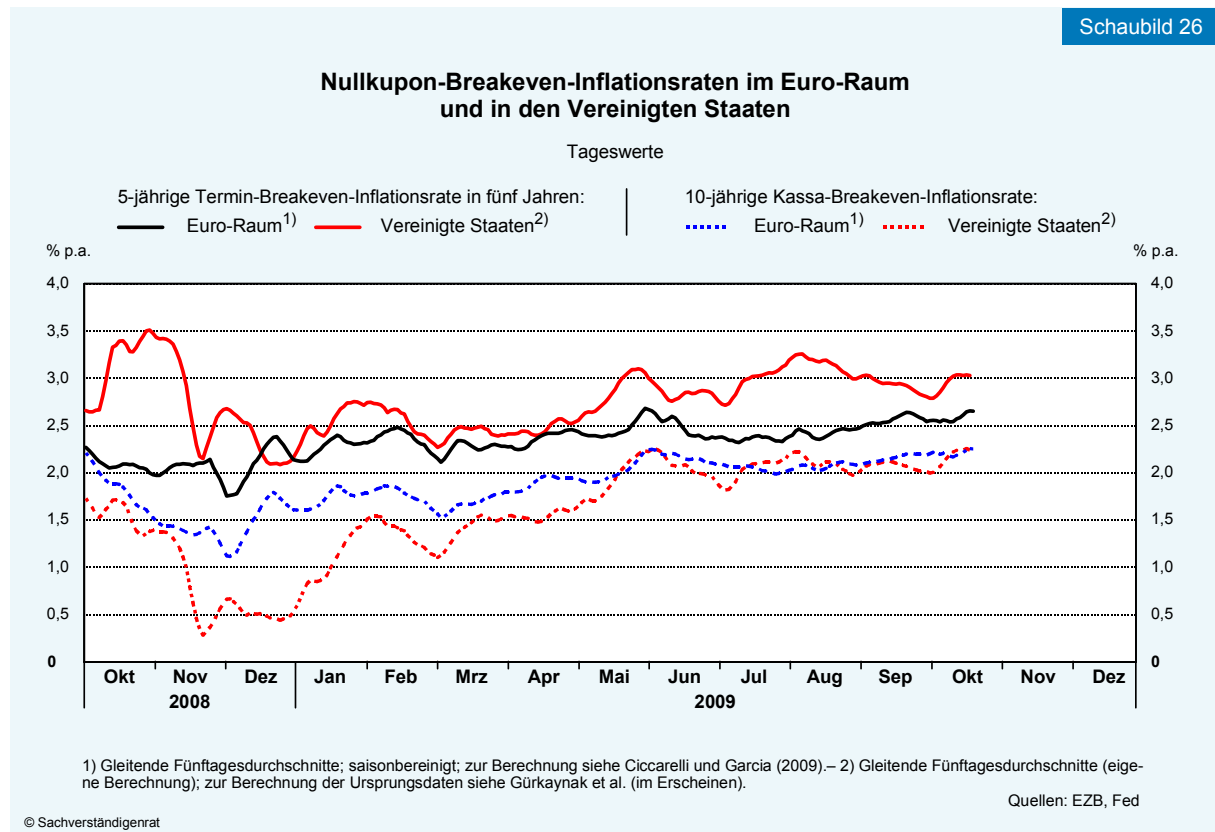
Schaubild 25



144. Für das Auftreten einer Deflation, das heißt eines anhaltenden Rückgangs des Preisniveaus, wie er in den 1930er-Jahren beobachtet werden konnte, kommt es jedoch neben einer hohen Arbeitslosigkeit vor allem darauf an, dass sich die **Preisänderungserwartungen** deutlich nach unten anpassen. Wenn die Wirtschaftssubjekte in der Breite mit einem Rückgang der Preise rechnen, sehen sie sich veranlasst, Käufe aufzuschieben, wodurch sich der Abwärtsprozess noch verstärkt.

Auf mittlere Sicht, das heißt für die nächsten fünf bis zehn Jahre, gehen die Anleger im Euro-Raum weder davon aus, dass die Inflationsraten deutlich steigen werden, noch davon, dass sie gegen Null tendieren oder dass es sogar zu einer Deflation kommt. Die aus dem Renditeabstand von indexierten und nicht-indexierten Anleihen abgeleiteten Inflationserwartungen

(Breakeven-Inflationsraten) liegen im **Euro-Raum** bei etwas über 2 vH (Schaubild 26). Sie sind daher trotz der aufgetretenen massiven Schocks gut durch das Inflationsziel und die glaubwürdige Geldpolitik der EZB verankert. Auch in den **Vereinigten Staaten** liegen die mittelfristigen Breakeven-Inflationsraten bei etwa 2,5 vH, auch wenn insbesondere die 10-jährige Kassa-Breakeven-Inflationsrate zu Ende des Jahres 2008 im Zusammenhang mit krisenbedingten Liquiditätsprämien etwas weniger gut als Indikator für Inflationserwartungen geeignet war. Auch hier ist also nicht zu erkennen, dass sich ein deflationärer Prozess entwickeln könnte.



145. Gegen das Auftreten einer globalen Deflation sprechen auch die Erfahrungen von Ländern, die über längere Zeit einer sehr ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklung ausgesetzt waren. So haben sich in Schweden, Finnland und Kanada in den 1990er-Jahren massive negative Output-Lücken von 4 vH und mehr entwickelt, ohne dass es in diesen Ländern bei der Kerninflationsrate zu einer deflationären Spirale gekommen wäre, wie sie in den 1930er-Jahren beobachtet wurde. Allerdings befindet sich Japan seit langem in einer Situation, die durch ein stagnierendes oder leicht rückläufiges Preisniveau und ein sehr schwaches Wirtschaftswachstum gekennzeichnet ist.

Solide Finanzpolitik erleichtert Exit-Strategie der Geldpolitik

146. Insgesamt ist es den Notenbanken bisher gut gelungen, die massiven Schockwellen, die von der Finanzkrise auf die Weltwirtschaft ausgegangen sind, so zu kanalisieren, dass auf der einen Seite nur geringe Risiken für eine deflationäre Entwicklung bestehen und dass auf der anderen Seite auch nicht damit zu rechnen ist, dass es zu einem baldigen weltweiten Preisauf-

trieb und neuen Instabilitäten auf den Finanzmärkten kommen wird. Rein **technisch gesehen** dürfte es den Zentralbanken auch nicht schwer fallen, die sehr hohe Liquidität des Bankensystems rasch abzuschöpfen, sobald sich ein Ende der nach wie vor bestehenden Unsicherheit im Verhältnis zwischen den Marktteilnehmern abzeichnet.

147. Nach einem Ende des Quantitative Easing dürfte es für Notenbanken allerdings nicht ganz einfach sein, den **richtigen Zeitpunkt** für ein Anziehen der zinspolitischen Zügel zu finden. Größere diagnostische Unsicherheiten resultieren vor allem aus der Schwierigkeit, das **Produktionspotenzial** und damit die Output-Lücke in der Situation nach der Krise angemessen zu bestimmen (Ziffer 78). Da jedoch derzeit die Gefahr einer Kreditklemme keinesfalls ausgeschlossen werden kann, erscheint ein geldpolitischer Kurswechsel bisher noch verfrüht.

148. Wenn man vermeiden will, dass – wie in den Jahren 2003 und 2004 – das Zinsniveau zu spät angehoben wird, müssen die Notenbanken in ihrer geldpolitischen Strategie dem Ziel der Finanzmarktstabilität ein deutlich größeres Gewicht beimessen. Die EZB verfügt mit ihrer **Zwei-Säulen-Strategie** – ähnlich wie die Bank von Japan – bereits über einen Analyserahmen, der es recht gut erlaubt, neben den prognostizierten aktuellen Risiken für die Preisniveaustabilität auch die Gefährdungen für die Finanzmarktstabilität zu berücksichtigen. Für eine umfassende Beurteilung der Geldpolitik, die den gestiegenen systemischen Risiken der modernen Finanzmärkte Rechnung trägt, wäre daher Notenbanken generell ein Ansatz vorzuschlagen, der realwirtschaftliche Indikatoren (erste Säule) und finanzwirtschaftliche Indikatoren (zweite Säule) verwendet, um damit gleichzeitig für ein stabiles Preisniveau und ein stabiles Finanzsystem zu sorgen (JG 2007 Ziffer 206).

149. Vor dem Hintergrund der hohen Staatsverschuldung ist die **Unabhängigkeit der Notenbanken** eine wichtige Voraussetzung für die mittelfristige Stabilität des Geldwerts. In den meisten Ländern verfügen die Zentralbanken über die notwendige personelle und ökonomische Unabhängigkeit. Gleichwohl ist es als nicht unproblematisch anzusehen, wenn – wie im Fall des Vereinigten Königreichs – der Ankauf von Staatsanleihen durch die Notenbank dem Umfang der jährlichen öffentlichen Neuverschuldung entspricht. Die dabei entstehende hohe Abhängigkeit des Kapitalmarkts von der Notenbank könnte dazu führen, dass – trotz geldpolitischer Unabhängigkeit – der Exit nicht oder nur verzögert vollzogen wird.

150. Insgesamt wird deshalb die Rückkehr zu normalen makroökonomischen Verhältnissen umso besser gelingen, je mehr die Fiskalpolitik bereit ist, sich zu einem **glaubhaften mittelfristigen Konsolidierungspfad** zu verpflichten. Bei den davon ausgehenden restriktiven Impulsen ergibt sich für die Notenbanken ein zinspolitischer Spielraum, der es für sich genommen erlauben würde, über längere Zeit an niedrigen Zinsen festzuhalten. Allerdings sind dabei stets die möglichen negativen Rückwirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems zu berücksichtigen. Diese dürften umso eher beherrschbar sein, als es im Bereich der Bankenaufsicht gelingt, einen besseren institutionellen Rahmen für die Finanzmärkte zu schaffen (Ziffern 198 ff.).